

فصلنامه حسابداری سلامت، سال چهارم، شماره دوم، شماره پیاپی (۱۲)، تابستان ۱۳۹۴، صص ۶۰-۸۶

بررسی رابطه بین مالکیت مدیریتی، اهرم مالی و سیاست تقسیم سود شرکت‌های دارویی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از معادلات هم‌زمان

وحید تقی‌زاده خانقاه^{۱*} و دکتر یونس بادآور نهندی^۲

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۴/۰۹/۰۵

تاریخ اصلاح نهایی: ۱۳۹۴/۰۶/۰۹

تاریخ دریافت: ۱۳۹۳/۰۸/۲۵

چکیده

مقدمه: مطابق با نظریه نمایندگی افزایش مالکیت مدیریتی به همسویی تصمیم‌های مدیریت با منافع سهامداران کمک می‌کند و رفتارهای فرصت طلبانه مدیران را محدود می‌کند اما رفتارهای مدیران ممکن است به میزان سود تقسیمی و اهرم مالی نیز بستگی داشته باشد. از این رو، مطالعه حاضر، بر آن است تا رابطه بین مالکیت مدیریتی، اهرم مالی و سیاست تقسیم سود را برای شرکت‌های دارویی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از روش معادلات هم‌زمان مورد بررسی قرار دهد.

روش پژوهش: پژوهش حاضر، کاربردی با رویکرد پس‌رویدادی و طرح آن از نوع شبه‌تجربی است. برای دستیابی به هدف‌های پژوهش، تعداد ۲۰ شرکت دارویی به روش شبه‌تجربی در بازه زمانی ۱۳۸۳-۱۳۹۱ انتخاب شد. در این پژوهش از روش معادلات هم‌زمان حداقل مربعات سه مرحله‌ای، داده‌های ترکیبی و نرم‌افزار Eviews نسخه ۷ برای آزمون فرضیه‌های پژوهش استفاده شده است.

یافته‌ها: بین اهرم مالی و مالکیت مدیریتی شرکت‌ها و هم‌چنین، بین سیاست تقسیم سود و مالکیت مدیریتی شرکت‌ها و نیز، بین سیاست تقسیم سود و اهرم مالی شرکت‌ها رابطه متقابل منفی وجود دارد.

نتیجه‌گیری: نتایج پژوهش نشان می‌دهد که بین مالکیت مدیریتی، اهرم مالی و سیاست تقسیم سود شرکت‌ها رابطه متقابل منفی و معنادار وجود دارد. بنابراین، کاهش (افزایش) هر یک از آن‌ها افزایش (کاهش) دو متغیر دیگر را به دنبال خواهد داشت. هم‌چنین، مالکیت مدیریتی و سیاست تقسیم سود شرکت‌ها روش‌های جایگزین برای کاهش هزینه‌های جریان‌های نقد آزاد محسوب می‌شود و نتایج پژوهش حاضر با نظریه نمایندگی سازگار است.

واژه‌های کلیدی: اهرم مالی، سیاست تقسیم سود، مالکیت مدیریتی، نظریه علامت‌دهی، نظریه نمایندگی.

۱. دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد تبریز.

۲. استادیار حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد تبریز.

* نویسنده مسئول؛ رایانامه: Vahid20t@yahoo.com

مقدمه

برای حل مشکلات نمایندگی بکار رود، مالکان شرکت می‌توانند ترکیبی از سیاست‌های مختلف را اتخاذ کنند. به این معنا که مالکیت مدیریتی، اهرم مالی و سیاست تقسیم سود به‌طور هم‌زمان رخ دهد و این سه متغیر که به‌طور مستقیم با همدیگر مرتبط است برای کاهش هزینه‌های نمایندگی بکار گرفته شود (۳، ۹ و ۱۰).

در بیشتر پژوهش‌های پیشین هر یک از سیاست‌ها (مالکیت مدیریتی، اهرم مالی و تقسیم سود) به‌طور مجزا بررسی شده است. با توجه به روابط مستقیم بین این سیاست‌ها، مطالعات تجربی انجام شده در مورد این موضوع در ایران محدود است. این سیاست‌ها شامل مالکیت مدیریتی، ترکیب بدهی و سرمایه و همچنین سود سهام برای کاهش هزینه‌های تضاد نمایندگی است. اهرم مالی عامل مهمی در تعیین ارزش شرکت است؛ زیرا تضاد را بین سهامداران کاهش می‌دهد. مالکیت مدیریتی و سود سهام نیز عوامل مربوطی در بیشینه‌کردن ثروت سهامداران است، زیرا تضاد منافع بین مدیران و سهامداران را کاهش می‌دهد (۵). در این راستا، راس در پژوهشی به این نتیجه رسید که مالکیت مدیریتی و سیاست‌های تأمین مالی نامتقارنی اطلاعات بین مدیران و سهامداران را کاهش می‌دهد (۱۱). هانگ و نگوین نیز وابستگی متقابل اهرم مالی و سیاست تقسیم سود را با مالکیت مدیریتی مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش آنان از نظریه نمایندگی پشتیبانی کرد (۱۲). یافته‌های پژوهش حاضر دست‌کم به سه دلیل به گسترش ادبیات پژوهش کمک می‌کند. ابتدا، این

هدف مدیران بیشینه‌کردن ثروت سهامداران است. با این وجود، مدیرانی که مالکیت قابل‌ملاحظه‌ای در شرکت ندارند، ممکن است تصمیم‌هایی را اتخاذ کنند که در راستای منافع سهامداران نباشد. چنین تضادهایی منجر به شکل‌گیری مشکلات نمایندگی شده و هزینه‌های سنگینی را بر شرکت تحمیل می‌کند (۱). برای حل این مشکلات، حاکمیت شرکتی به عنوان مسأله‌ای مهم در زمینه توسعه فرایندهای مالی ظهور کرده است. معمولاً در شرکت‌ها، مدیران به عنوان نماینده از طرف مالکان عمل می‌کنند؛ در نتیجه، انتظار می‌رود که مدیران شرکت در راستای منافع سهامداران عمل کنند. متأسفانه، برخی از رسوایی‌های مالی در سال‌های اخیر به دلیل نظام ضعیف حاکمیت شرکتی و رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران بوده است. به این ترتیب، دستیابی به هدف بیشینه‌کردن ارزش شرکت با این تضادها و مشکلات نمایندگی مواجه است (۲).

ساختار مالکیت و سیاست‌های مالی می‌تواند عملکرد و ارزش شرکت را از طریق کاهش هزینه‌های نمایندگی تحت تأثیر قرار دهد (۳). در این ارتباط، مالکیت مدیریتی به همسویی منافع مدیریتی با سهامداران کمک می‌کند (۱ و ۴). تأمین‌کنندگان سرمایه و نهادهای نظارتی مربوط از روش‌های مختلفی برای کنترل رفتارهای مدیریتی و کاهش مشکلات نمایندگی استفاده می‌کنند (۸-۵). با توجه به مجموعه‌ای از کنترل‌های درون‌سازمانی که می‌تواند

سیاست تقسیم سود هر کدام یک بار به عنوان متغیر درون‌زا و بار دیگر به عنوان متغیر برون‌زا در نظر گرفته شده تا آثار متقابل این سه متغیر بر هم بررسی شود. بنابراین، رگرسیون حداقل مربعات سه مرحله‌ای همانند رگرسیون حداقل مربعات معمولی از لحاظ توضیح رابطه علیت بین این سیاست‌ها برآورد جانبدارانه و تناقضی را نشان نمی‌دهد. به طور خلاصه می‌توان گفت که این پژوهش به دنبال پاسخ‌دادن به سؤال‌های زیر است:

۱. آیا بین مالکیت مدیریتی، اهرم مالی و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های دارویی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه متقابل وجود دارد؟

۲. رابطه بین مالکیت مدیریتی، اهرم مالی و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های دارویی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بر اساس کدام یک از نظریه‌های نمایندگی، سلسله مراتب و علامت‌دهی است؟

مبانی نظری پژوهش

مشکلات نمایندگی مربوط به استفاده از جریان‌های نقد آزاد امری عادی در شرکت‌ها است و مشکلات نمایندگی ناشی از تضاد منافع بین مدیران و سهامداران است (۵). مدیران در تلاش برای بیشینه کردن ثروتشان ممکن است با تحکیم پایه‌های قدرت خود از طریق پی‌گیری منافع شخصی، انجام طرح‌های خاص سرمایه‌گذاری و تثبیت موقعیت خود به منافع سهامداران آسیب برسانند. سیاست تقسیم

مطالعه شواهدی را برای حمایت از استفاده هم‌زمان روش‌های نظارتی (مالکیت مدیریتی، اهرم مالی، سیاست تقسیم سود) در شرکت‌های دارویی فراهم می‌آورد. دارو از مهم‌ترین کالاها در تجارت امروزی بشر به لحاظ اثرگذاری آن بر سلامت انسان است. امروزه صنعت داروسازی به عنوان یکی از اصلی‌ترین و عظیم‌ترین صنایع جهان مطرح است. در اختیارداشتن چنین صنعتی به منزله یکی از معیارهای مهم توسعه یافتگی کشورها شناخته می‌شود (۱۳). دارو از چنان اهمیتی برخوردار است که همه دولت‌ها ترجیح داده‌اند کنترل و نظارت بر تهیه و تولید و توزیع آن را خود به عهده بگیرند. صنعت دارویی در ایران به عنوان یکی از صنایع راهبردی، نقش مهمی در سلامت و امنیت جامعه ایفاء می‌کند. از آنجا که صنعت دارو یکی از صنایع فعال بوده و به نظام سلامت کشور مربوط می‌شود، وجود نیروهای نظارتی در این صنعت بیش از سایر صنایع اهمیت دارد (۱۴ و ۱۵). افزون بر این، این مطالعه به ارائه توضیحاتی در مورد نظریه نمایندگی، نظریه سلسله‌مراتب و نظریه علامت‌دهی در چارچوب بازار مالی ایران می‌پردازد. سرانجام، رابطه بین مالکیت مدیریتی، اهرم مالی و سیاست تقسیم سود با استفاده از روش معادلات هم‌زمان مورد بررسی قرار می‌گیرد. برخی از پژوهشگران از روش حداقل مربعات سه مرحله‌ای به عنوان جایگزین رگرسیون حداقل مربعات معمولی استفاده کرده‌اند. فرض اساسی رگرسیون حداقل مربعات سه مرحله‌ای این است که متغیرهای برون‌زا با خطاهای باقی‌مانده همبستگی ندارد. در این بررسی مالکیت مدیریتی، اهرم مالی و

نقش مالکیت مدیریتی، کنترل رفتارهای فرصت طلبانه مدیران در شرکت است (۱۸). هم‌چنین، فلوراکیس در پژوهشی نشان داد که افزایش در مالکیت مدیریت عملکرد شرکت را بهبود می‌بخشد (۱۹). با این حال، زمانی که مدیران بخش عمده‌ای از سهام شرکت را نگهداری می‌کنند، افزایش در مالکیت مدیریتی ممکن است موجب اتخاذ تصمیم‌های نادرست به‌وسیله آن‌ها شود. به این رویکرد جنبه‌گیری مدیریتی گفته می‌شود. به عبارت دیگر، پس از این که مدیران جایگاه خود را در شرکت تثبیت کردند، احتمالاً با مصرف بیش از حد عایدات شرکت یا کاهش خطر فرصت‌های سرمایه‌گذاری، منافع خود را حفظ می‌کنند (۲۰).

روش دوم برای کاهش هزینه‌های نمایندگی اجبار کردن شرکت به استفاده از بدهی یا تأمین مالی از طریق بدهی است (۱، ۶ و ۷). افزایش بدهی منجر به خطر ورشکستگی و از دست دادن شغل شده اما موجب می‌شود مدیران به‌طور کاراتری از جریان‌های نقدی استفاده کنند. افزون بر این، با بالا رفتن میزان بدهی، مدیران تحت فشار هستند تا در طرح‌های سودده سرمایه‌گذاری کرده و جریان‌های نقد کافی برای بازپرداخت اصل و هزینه‌های مالی بدهی داشته باشند (۶).

روزلف (۶) و استربروک (۷)، هم‌چنین، در پژوهش‌های خود بیان کردند که پرداخت سود سهام می‌تواند به عنوان روشی درون‌سازمانی برای کاهش هزینه‌های نمایندگی مورد استفاده قرار گیرد. پرداخت زیاد سود سهام نقدی موجب می‌شود که شرکت‌ها برای

سود، ایجاد بدهی و مالکیت مدیریتی سه شیوه مهم است که می‌تواند مشکلات مربوط به جریان‌های نقد آزاد را کاهش دهد. پژوهش‌های انجام شده در این زمینه نشان می‌دهد که این شیوه‌ها در حل مشکلات نمایندگی اثربخش است (۱۶ و ۱۷) اما در این پژوهش‌ها هیچ توافقی در مورد رابطه این شیوه‌ها و مکمل یا جایگزین بودن آن‌ها دیده نمی‌شود.

برای مطالعه رابطه بین مالکیت مدیریتی، اهرم مالی و سیاست تقسیم سود لازم است برخی نظریه‌های هم‌سطح نیز بررسی شود. نظریه‌های اصلی در مورد این مسائل به‌طور خلاصه شامل نظریه نمایندگی، نظریه علامت‌دهی و نظریه سلسله مراتب است. در این بخش رابطه متقابل بین مالکیت مدیریتی، اهرم مالی و سیاست تقسیم سود با توجه به این نظریه‌ها بیان می‌شود.

مطابق با نظریه نمایندگی جنسن و مک‌لینگ در سازمان‌های بزرگ تضاد منافع ناشی از جدایی مالکیت از مدیریت وجود دارد. در چنین شرایطی، مدیران انگیزه دارند تا عایدی‌های شرکت را برای منافع شخصی خود مصرف کنند و به فکر بیشینه کردن ثروت سهامداران نیستند. نظریه نمایندگی چندین روش را برای کاهش مشکلات نمایندگی پیشنهاد می‌کند. اولین روش پیشنهاد شده به‌وسیله جنسن و مک‌لینگ افزایش میزان مالکیت مدیران در شرکت است. با اتخاذ این رویکرد پیامدهای ثروت‌اندوزی مدیران بر خودشان نیز اثر می‌گذارد. در نتیجه، مالکیت مدیریتی می‌تواند به عنوان روشی حاکمیتی در همسویی منافع مدیران با سهامداران عمل کند (۵). در این راستا، ساندارامارتی و لویز تأکید می‌کنند که

شرکت به عنوان ابزاری برای حفظ سطح سود پرداختنی جاری را تقویت می‌کند. افزون بر این، لند و پای معتقدند که سرمایه حفظ شده به وسیله مدیران می‌تواند به عنوان علامت جایگزین از کیفیت شرکت باشد (۲۲). مدیران تنها مشتاق سرمایه‌گذاری در طرح‌های با سود قابل ملاحظه هستند و سهام شرکت‌هایی را نگهداری می‌کنند که چشم‌انداز خوبی در آینده نزدیک داشته باشد (۲۱).

طبق نظریه سلسله مراتب، شرکت‌ها سلسله مراتبی از تصمیم‌های مالی را هنگام ایجاد ساختار سرمایه دنبال می‌کنند. بر اساس این نظریه، یک شرکت سودده به احتمال زیاد طرح‌هایش را از طریق وجوه درون‌سازمانی تأمین می‌کند و وجوه برون‌سازمانی را در آخرین اولویت قرار می‌دهد (۲۵-۲۳). به عبارت دیگر، در ابتدا شرکت طرح‌های مالی خود را با سود انباشته تأمین مالی می‌کند، اگر سود انباشته کافی نباشد شرکت، به ترتیب، به سراغ بدهی‌های با خطر پایین و سپس با خطر بالا می‌رود و اگر تأمین مالی بیشتری مورد نیاز بود آخرین گزینه برای شرکت تأمین مالی از طریق انتشار سهام است. سود انباشته بر بدهی و سهام اولویت دارد زیرا سود انباشته هزینه‌های شناوری نداشته و نیازمند افشاء اطلاعات مالی شرکت نیست. در مقابل استفاده از منابع برون‌سازمانی مانند انتشار سهام جدید ممکن است هزینه‌های هنگفتی بر شرکت تحمیل کند (۲۰) و انتخاب این روش هزینه‌بر ممکن است منجر به محدود شدن سود سهام شود.

مطابق با مطالب بالا، سه نظریه نمایندگی، نظریه علامت‌دهی و نظریه سلسله مراتب بیان می‌کند که

انجام سرمایه‌گذاری‌های آینده به تأمین مالی از طریق سهام متوسل شوند. زمانی که شرکت اوراق بهادار جدید منتشر می‌کند، مدیران از طریق بازار سهام تحریک می‌شوند (۲۱). این فرایند نظارتی موجب می‌شود که مدیران همسو با منافع سهامداران عمل کنند. نظریه علامت‌دهی بر نامتقارنی اطلاعات بین مدیران و سهامداران مبتنی است. در این ارتباط، راس در پژوهشی عنوان می‌کند که مدیران دانش بهتری درباره فرصت‌های سرمایه‌گذاری نسبت به سهامداران دارند (۱۱). سهامداران معمولاً با نامتقارنی اطلاعات بالایی در رابطه با ارزش واقعی سرمایه‌گذاری‌های فعلی و آینده مواجه هستند. بنابراین، سهامداران تغییر در ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود را به عنوان علامتی از عملکرد شرکت در نظر می‌گیرند. اگر مدیران درصد بیشتری از منابع مالی مورد نیاز شرکت‌ها را از طریق بدهی تأمین کنند، سهامداران آن را به عنوان علامتی از جریان‌های نقد آتی بالاتر تفسیر می‌کنند (۱۲). با این حال، اگر مدیران تصمیم به تأمین مالی از طریق صدور سهام بگیرند، نشان‌دهنده این است که شرکت چشم‌انداز نامطلوبی دارد و تلاش می‌کند تا سرمایه‌گذاران جدیدی را برای سهام شدن در زیان جست‌وجو کند. بنابراین، سطوح بالاتر اهرم مالی نشان‌دهنده اطمینان بیشتر مدیران به عملکرد شرکت در آینده است. همچنین، سود سهام علامت مثبتی برای سهامداران در پی دارد زیرا شرکت‌های با سودآوری بالا در آینده می‌توانند سود سهام بیشتری تقسیم کنند. در نتیجه، سطوح بالاتر سودآوری، همان سود سهامی است که انتظارات مدیران به درآمد آینده

مالکیت مدیریتی، بدهی و سیاست تقسیم سود، ابزار مفیدی در کاهش هزینه‌های نمایندگی و حل مشکلات نامتقارنی اطلاعات است. با این حال، کاربرد این روش‌ها با هزینه همراه است. زمانی که سطح بالایی از مالکیت شرکت در دست مدیران باشد، مشکل جبهه‌گیری مدیریتی رخ می‌دهد. زمانی که جایگاه مدیران تثبیت می‌شود آن‌ها خواستار افزایش مبالغ مربوط به جبران خسارت خدمات خود هستند (۱۲). استفاده از بدهی برای تأمین مالی ممکن است منجر به تحمیل هزینه‌های جایگزین مانند هزینه‌های ورشکستگی و هزینه‌های نمایندگی مربوط به بدهی بر شرکت شود. افزون بر این، همانند استفاده از بدهی، سیاست تقسیم سود، کم هزینه نیست زیرا انتشار سهام جدید برای پرداخت سود سهام افزایش می‌یابد (۱۰). هم‌چنین، شرکت‌ها ممکن است به این نتیجه برسند که ترکیب بدهی، سود سهام و مالکیت مدیریتی برای کنترل تضادهای نمایندگی در شرکت مفید است.

مدیریتی بالا، بدهی بالایی نسبت به شرکت‌های با مالکیت پایین برای اجتناب از هزینه‌های سهام دارند. استفاده از بدهی نیاز به منابع برون‌سازمانی را کاهش می‌دهد و در نتیجه، درصد مالکیت مدیریتی افزایش می‌یابد. هم‌چنین، مدیر با مالکیت مدیریتی بالا ممکن است سعی کند با ایجاد بدهی از کنترل بیشتر بر شرکت اجتناب کند (۲۶). آگروئل و ماندلکر در پژوهشی نشان دادند زمانی که مالکیت مدیریتی بالا است، مدیران تمایل بیشتری به تحمل خطر مالی دارند (۲۷).

فرند و لانگک (۲۴)، جنسن و همکاران (۹)، بائالا و همکاران (۲۸) و چن و استینر (۳) معتقدند که مالکیت مدیریتی بالا، اهرم مالی را کاهش می‌دهد. مالکیت مدیریتی در شرکت‌های با سطح بدهی بالا موجب تمایل مدیران به استفاده از بدهی‌های با خطر بالا برای آسیب‌رساندن به سهامداران می‌شود. هم‌چنین، مدیرانی که از سطح بالایی از بدهی‌ها استفاده می‌کنند با خطر از دست‌دادن کار خود مواجه هستند. بنابراین، با استفاده بیشتر از بدهی‌ها خطر ورشکستگی افزایش و ارزش شرکت کاهش می‌یابد. در نتیجه، مدیران برای کاهش خطر از دست‌دادن کار و ثروت شخصی، بدهی‌ها را کاهش می‌دهند.

رابطه متقابل بین مالکیت مدیریتی و اهرم مالی

لند و پایل (۲۲)، کیم و سورنسن (۲۶) و استالز (۸) در پژوهش‌هایی بیان می‌کنند که بین مالکیت مدیریتی و اهرم مالی رابطه مثبت وجود دارد. هم‌چنین، نتایج برخی از پژوهش‌ها نشان می‌دهد که رابطه بین اهرم مالی و مالکیت مدیریتی مثبت است (۲۶). چنین رابطه مثبتی به وسیله ترجیح مدیریت برای حفظ کنترل در شرکت و اجتناب از هزینه‌های نمایندگی ایجاد می‌شود. شرکت‌های با مالکیت

رابطه متقابل بین مالکیت مدیریتی و سیاست تقسیم سود نتایج پژوهش‌های روزف (۶)، جنسن و همکاران (۹) و اکبو و ورما (۲۹) نشان می‌دهد که بین مالکیت مدیریتی و سود سهام پرداختنی رابطه منفی وجود دارد. به این معنی که شرکت‌های با مالکیت مدیریتی

مدیریتی و سود سهام ممکن است به عنوان روش‌های جایگزین برای کاهش هزینه‌های نمایندگی بکار رود. البته، بکاربردن هم‌زمان این دو روش برای حل یک مشکل غیرمؤثر است. وقتی که سود سهام کم‌تر پرداخت شود و مالکیت مدیریتی بالا باشد ممکن است مشکلات مدیران افزایش یابد.

رابطه متقابل بین اهرم مالی و سود سهام

مطابق با نظریه سلسله مراتب، شرکت‌ها، طرح‌ها را با سود انباشته تأمین مالی می‌کنند (۲۳). اگر شرکتی مبالغ قابل توجهی برای سود سهام پرداخت کند، میزان جریان‌های نقد آزاد کاهش می‌یابد. در نتیجه، نیاز برای منابع برون‌سازمانی برای حفظ ساختار سرمایه مطلوب، افزایش می‌یابد (۲۳ و ۳۲). هم‌چنین، بر اساس این نظریه بین بدهی و سود سهام رابطه مثبتی وجود دارد؛ به این دلیل که پرداخت زیاد سود سهام، سطح جریان‌های نقد آزاد (منابع درون‌سازمانی) را کاهش می‌دهد. در نتیجه، نیاز برای تأمین مالی از طریق بدهی به منظور حفظ ساختار مطلوب افزایش می‌یابد (۳۳). شرکت‌هایی که سود سهام پرداخت می‌کنند انتظار می‌رود که دسترسی آسانی به سرمایه‌های برون‌سازمانی داشته باشند (۳۴). نقش سود سهام در محیط اطلاعاتی ناقص، انتشار اطلاعات خصوصی به بازار است. ایجاد بدهی (عمدتاً تأمین مالی از طریق بدهی‌های جاری) ممکن است به عنوان ابزاری آگاهی‌دهنده باشد (۳۵). این مطالب دلالت بر آن دارد که بدهی و سود سهام ممکن است روش‌های علامت‌دهی جایگزینی برای شرکت باشد.

بالا تمایل به افزایش وجوه درون‌سازمانی و کاهش سود پرداختی به منظور تأمین مالی طرح‌های سرمایه‌گذاری دارند. به این ترتیب، کاهش سود تقسیمی مشکلات نمایندگی و تضاد منافع ناشی از جریان‌های نقد آزاد را افزایش می‌دهد؛ زیرا پرداخت نکردن سود به سهامداران، منابع تحت کنترل مدیران را افزایش می‌دهد و موجب افزایش قدرت مدیران می‌شود. سرمایه‌گذاران درون‌سازمانی (از قبیل مدیران) با توجه به این موضوع، که در شرکت حضور دارند، مایلند سود سهام تقسیم نشود تا به این طریق کنترل خود را بر وجوه نقد قابل توزیع، حفظ کنند. اگر سود سهام و مالکیت مدیریتی روش‌های جایگزین برای کاهش هزینه‌های نمایندگی مربوط به جریان‌های نقد آزاد باشند. در نتیجه، رابطه بین آن‌ها باید منفی باشد (۳، ۹ و ۲۷). با این وجود، نتایج چندین پژوهش (۱، ۳ و ۳۰) نشان می‌دهد که رابطه بین سود سهام و مالکیت مدیریتی نمی‌تواند منفی باشد، در واقع، آن‌ها بیان می‌کنند که رابطه میان این دو به دلیل جبهه‌گیری مدیریت ممکن است مثبت باشد. در فرایند جبهه‌گیری مدیریتی، مدیران سود سهام و اهرم مالی را در سطوح بالای مالکیت جایگزین یکدیگر در نظر نمی‌گیرند. در نتیجه، افزایش سود سهام همانند افزایش سطوح مالکیت است. در این راستا، نتایج پژوهش جنسن نشان می‌دهد که مدیران تمایل بیشتری برای پرداخت سود دارند (۱). هم‌چنین، چن و استینر (۳) و کیم و همکاران (۳۱) معتقدند که مالکیت مدیریتی و سود سهام مشکلات نمایندگی را حل می‌کند. بنابراین، مالکیت

تأثیر مثبت و معناداری بر سطوح تمرکز مالکیت دارد. افزون بر این، سیاست‌های تقسیم سود به عنوان روشی جایگزین، هزینه‌های نمایندگی بین مدیران و سهامداران را کاهش می‌دهد، در حالی که هیچ‌گونه تأثیری بر مالکیت مدیریتی ندارد. همچنین، سطح مالکیت نهادی به عنوان نیروی نظارت برون‌سازمانی، تأثیر منفی بر سطوح تمرکز مالکیت مدیریت دارد. در مجموع، نتایج پژوهش احمد نشان داد که مالکیت مدیریتی تضاد منافع بین سهامداران و مدیران را کاهش می‌دهد (۳۷).

لی تأثیر جبهه‌گیری مدیریتی بر ارزش سود سهام را مورد بررسی قرار داد. یافته‌های پژوهش وی نشان داد که سود سهام پرداختی به وسیله مدیران در شرکت‌های با مالکیت مدیریتی قوی به دلیل ارزش بازار سهام است. این نتیجه با فرضیه هزینه‌های نمایندگی جریان‌های نقد آزاد جنسن (۱) سازگار است. به این معنا که سود سهام برای تعیین ارزش شرکت از طریق کاهش جریان‌های نقد آزاد بسیار مهم است در غیر این صورت ممکن است، منافع شخصی را برای مدیران دربرداشته باشد. همچنین، لی بررسی کرد که آیا تأثیر ارزش افزوده سود سهام در شرکت‌های با مالکیت مدیریتی بسیار بالا تغییرات در جریان‌های نقد آینده یا تغییر در نرخ بهره را تحت تأثیر قرار می‌دهد؟ نتایج پژوهش وی نشان داد که سود سهام پرداختی چنین شرکت‌هایی رابطه مثبتی با عملکرد شرکت و متعاقب آن رابطه منفی با خطر اطلاعاتی دارد (۳۰).

دین و جاوید تأثیر مالکیت مدیریتی بر سیاست‌های

رابطه مثبت بین اهرم مالی و سیاست تقسیم سود مخالف نظریه نمایندگی جنسن (۱) است. زمانی که مدیران از هر دو روش برای ارسال پیام‌های مثبت قوی برای استفاده‌کنندگان در جهت افزایش ارزش شرکت استفاده می‌کنند، سعی دارند تا دسترسی به بازار سهام را حفظ کنند (۳).

مطابق با دیدگاه جنسن و همکاران (۹) و فاسیو و همکاران (۳۶) بین اهرم مالی و سود سهام رابطه منفی وجود دارد. شرکتی که بدهی ایجاد می‌کند، اصل بدهی و هزینه‌های مالی آن را باید در سررسید پرداخت کند که این رویکرد ممکن است منجر به انحلال شرکت شود. در نتیجه، شرکت‌هایی که تمایل کم‌تری به پرداخت سود سهام دارند جریان‌های نقدی و وضعیت نقدینگی خوبی دارند. مطابق با نظریه نمایندگی، روزلف (۶) و جنسن (۱) بیان می‌کنند که بدهی و سود سهام ممکن است روشی جایگزین برای کاهش جریان‌های نقد آزاد محسوب شود.

پیشینه پژوهش

احمد رابطه بین سطوح تمرکز مالکیت مدیریت و هزینه‌های نمایندگی ۱۰۰ شرکت را در بازه زمانی ۲۰۰۱-۱۹۹۷ با استفاده از الگوی لاجیت مورد بررسی قرار داد. یافته‌های پژوهش وی نشان داد که رابطه‌ای مثبت و معنادار بین سطوح خطر پایین شرکت و مالکیت مدیریتی و رابطه‌ای منفی و معنادار بین سطوح بالای خطر شرکت و تمرکز مالکیت مدیریت وجود دارد. سیاست بدهی که به عنوان روشی مثبت و جایگزین برای رفع تضاد نمایندگی عمل می‌کند،

شرکت مرتبط است. افزون بر این، در شرکت‌هایی که سودآوری پایینی دارند با احتمال کم‌تری تمرکز مالکیت افزایش می‌یابد (۳۹).

لین و شن نقش حاکمیت شرکتی بر رابطه بین فرصت‌های رشد سرمایه‌گذاری و سیاست تقسیم سود را در بازه زمانی ۲۰۰۹-۲۰۰۰ برای شرکت‌های تایوانی مورد بررسی قرار دادند. شرکت‌های نمونه به دو بخش شرکت‌های با حاکمیت قوی و ضعیف طبقه‌بندی شدند. نتایج پژوهش آنان نشان داد که بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های با حاکمیت ضعیف رابطه منفی وجود دارد. همچنین، یافته‌های پژوهش لین و شن نشان داد که در شرکت‌های با حاکمیت شرکتی قوی رابطه بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سیاست تقسیم سود مثبت است (۴۰).

ریزکیا و سامیاتی تأثیر مالکیت مدیریتی، اهرم مالی، سودآوری، اندازه شرکت و فرصت‌های رشد را بر سیاست تقسیم سود مورد بررسی قرار دادند و سپس تأثیر این متغیرها را بر ارزش شرکت تجزیه و تحلیل کردند. کلیه شرکت‌های تولیدی در بورس اوراق بهادار اندونزی در بازه زمانی ۲۰۱۱-۲۰۰۶ مورد بررسی قرار گرفت. نتایج پژوهش آنان نشان داد که مالکیت مدیریتی و فرصت‌های رشد، سیاست تقسیم سود را تحت تأثیر قرار می‌دهد در حالی که اهرم مالی، سودآوری و اندازه شرکت تأثیری بر سیاست تقسیم سود ندارد. این نتایج نشان می‌دهد که متغیرهایی همچون مالکیت مدیریتی، اهرم مالی، سودآوری، اندازه شرکت، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سیاست تقسیم سود ارزش شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد (۴۱).

مالی و عملکرد ۱۰۰ شرکت تولیدی را در بورس اوراق بهادار پاکستان در بازه زمانی ۲۰۰۷-۲۰۰۰ مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش آنان نشان داد که تمرکز مالکیت مدیریت، سیاست‌های مالی همچون اهرم مالی و سود تقسیمی را تحت تأثیر قرار می‌دهد. همچنین، اهرم مالی، مالکیت مدیریتی را به‌طور منفی تحت تأثیر قرار می‌دهد و از این فرضیه حمایت می‌کند که سطوح پایین اهرم مالی منجر به سودآوری بالا در شرکت‌های با مالکیت مدیریتی پایین می‌شود. افزون بر این، نتایج پژوهش رابطه منفی بین تمرکز مالکیت و سیاست تقسیم سود را نشان داد. این نتایج از نظریه نمایندگی حمایت می‌کند و حاکی از آن است که در شرکت‌هایی که مالکیت مدیریتی بالایی دارند نامتقارنی اطلاعات آنان پایین است. بنابراین، اثربخشی سیاست تقسیم سود به‌طور مستقیم کاهش می‌یابد. در این صورت، تضاد منافع بین مدیران و سهامداران کاهش خواهد یافت. در مجموع، مطابق با نتایج پژوهش دین و جاوید تمرکز مالکیت مدیران، رابطه مثبتی با عملکرد شرکت‌های پاکستانی دارد (۳۸).

هارادا و نگوین تأثیر تمرکز مالکیت بر سیاست تقسیم سود را در ۱۴۳۱ شرکت ژاپنی در بازه زمانی ۱۹۹۵-۲۰۰۷ مورد بررسی قرار دادند. مطابق فرضیه نظارتی، تمرکز مالکیت به همسویی منافع مدیران با سهامداران کمک می‌کند و انتظار می‌رود که کاهش در فرصت‌های مدیریتی با بالابودن پرداخت سود سهام مرتبط باشد. نتایج پژوهش آنان مخالف فرضیه نظارتی بود و نشان داد که تمرکز مالکیت به‌طور قابل ملاحظه‌ای با پرداخت سود و همچنین انتشار سهام

ستایش و کاظم‌نژاد تأثیر ساختار مالکیت و ترکیب هیئت‌مدیره بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دادند. یافته‌های بررسی ۷۷ شرکت در بازه زمانی ۱۳۸۶-۱۳۸۲ حاکی از آن بود که مالکیت شرکتی و استقلال هیئت‌مدیره به طور مثبت و مالکیت نهادی به طور منفی، نسبت سود تقسیمی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را تحت تأثیر قرار می‌دهد. با این وجود، شواهدی دال بر وجود رابطه معنادار بین مالکیت مدیریتی و میزان تمرکز مالکیت با سیاست تقسیم سود مشاهده نشد (۴۲).

عبداللهی و مشایخ به بررسی رابطه بین تمرکز مالکیت، عملکرد شرکت و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش آنان نشان داد که بین تمرکز مالکیت و دو معیار عملکرد یعنی بازده دارایی‌ها و کیو توبین رابطه معنادار وجود دارد. به این معنا که هرچه تمرکز مالکیت بیشتر باشد، کنترل بیشتری بر مدیران اعمال شده و عملکرد شرکت بهبود می‌یابد. هم‌چنین، بین بازده دارایی‌ها و کیو توبین با نسبت سود تقسیمی رابطه مثبت و معنادار مشاهده شد؛ یعنی، بهبود عملکرد می‌تواند افزایش سود تقسیمی را به دنبال داشته باشد. با این وجود، از نظر آماری رابطه‌ای معنادار بین تمرکز مالکیت و نسبت سود تقسیمی مشاهده نشد (۴۳).

بنی‌مهد و اصغری اثر اهرم مالی بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار

فلوراکیس و همکاران رابطه بین سیاست تقسیم سود، مالکیت مدیریتی و ایجاد بدهی را برای ۷۳۷۶ شرکت در بازه زمانی ۲۰۰۷-۲۰۰۱ مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش آنان نشان داد که بین مالکیت مدیریتی و سیاست تقسیم سود در سطوح به نسبت پایین مالکیت، رابطه منفی وجود دارد. با این وجود، زمانی که سطح مالکیت مدیریتی در سطوح بالا باشد، این رابطه تبدیل به رابطه‌ای مثبت می‌شود. هم‌چنین، ماهیت رابطه بین مالکیت مدیریتی و سیاست تقسیم سود ممکن است پیچیده‌تر از پژوهش‌های انجام شده در این زمینه باشد و این رابطه به طور قابل توجهی در سطوح مختلف بدهی، متفاوت است. این نتایج سازگار با نظریه نمایندگی است اما نمی‌تواند به طور کامل چگونگی توزیع سود سهام شرکت را توضیح دهد (۱۹).

هانگک و نگوین رابطه متقابل بین مالکیت مدیریتی، اهرم مالی و سیاست تقسیم سود را برای ۸۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار کشور استرالیا در بازه زمانی ۲۰۱۲-۲۰۰۷ مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش آنان نشان داد که مالکیت مدیریتی رابطه منفی و معناداری با اهرم مالی دارد. این یافته‌ها مطابق با نظریه نمایندگی است. هم‌چنین، نتایج نشان داد که شواهد قوی برای حمایت از نظریه سلسله مراتب وجود دارد که حاکی از آن است که رابطه‌ای منفی و معنادار بین اهرم مالی و سود سهام برقرار است. با این وجود برخلاف انتظار، مالکیت مدیریتی تأثیر مثبتی بر سود سهام دارد. به این معنا که شرکت‌های با سطوح مالکیت مدیریتی بالا به طور آگاهانه‌ای سطح بالایی از سود سهام را انتخاب می‌کنند (۱۲).

تهران را مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش آنان نشان داد که اهرم مالی با تقسیم سود رابطه معناداری ندارد اما اندازه شرکت و جریان‌های نقدی عملیاتی رابطه مثبت و معناداری با سیاست تقسیم سود دارد. این موضوع بیانگر آن است که احتمالاً در بازارهای در حال توسعه نظیر بازار سرمایه ایران، در تقسیم سود به دلیل کارانبودن نظریه کارگزاری، توجهی به نسبت اهرمی (نسبت بدهی) نمی‌شود و لذا رابطه‌ای بین آن‌ها وجود ندارد (۴۴).

بیابانی و رضی کاظمی سیاست‌های تقسیم سود در ساختار مالکیت‌های مختلف از نظر ترکیب سهامداری و تمرکز مالکیت را به‌طور مجزا در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار دادند. یافته‌های پژوهش آنان نشان‌دهنده اختلاف معنادار نسبت سود تقسیمی به سود هر سهم در ترکیب سهامداری مختلف از جمله مالکیت نهادی، مدیریتی، شرکتی و مالکیت سهامداران حقیقی و نبود اختلاف معنادار از لحاظ متمرکز یا پراکنده بودن مالکیت بود. هم‌چنین، شرکت‌ها به‌طور کلی در سیاست تقسیم سود از روند خاص و مشخصی پیروی نمی‌کنند و بیشتر بر اساس الگوی گام تصادفی عمل می‌شود. با این وجود، شرکت‌هایی که دارای مالکیت نهادی هستند در مقایسه با مالکیت‌های شرکتی، مدیریتی و سهامداران حقیقی سود بیشتری بین سهامداران خود تقسیم می‌کنند (۴۵).

فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مبانی نظری و پیشینه پژوهش، فرضیه‌ها

به شرح زیر تدوین شد:

فرضیه اول: بین اهرم مالی و مالکیت مدیریتی رابطه متقابل معناداری وجود دارد.

فرضیه دوم: بین سیاست تقسیم سود و مالکیت مدیریتی رابطه متقابل معناداری وجود دارد.

فرضیه سوم: بین سیاست تقسیم سود و اهرم مالی رابطه متقابل معناداری وجود دارد.

روش پژوهش

همان‌گونه که در بخش‌های قبل توضیح داده شد، مروری بر ادبیات موضوع و توجه به نتایج بدست آمده، نشان می‌دهد که ارتباطی متقابل بین مالکیت مدیریتی، اهرم مالی و سیاست تقسیم سود وجود دارد و در بررسی چگونگی تأثیر این سه متغیر بر یکدیگر، بهتر است که از روش معادلات هم‌زمان به جای الگوی تک رابطه‌ای استفاده شود. تخمین رابطه‌های بالا با استفاده از روش حداقل مربعات سه مرحله‌ای انجام می‌شود. روش حداقل مربعات سه مرحله‌ای روشی سیستمی است که ارتباطات احتمالی بین اجزاء اختلال هر رابطه را در نظر می‌گیرد (۴۸-۴۶).

از آنجا که روش معادلات هم‌زمان به لحاظ ساختاری با رگرسیون‌های چند متغیره متفاوت است، ممکن است تأمین‌کننده فرض‌های کلاسیک حاکم بر رگرسیون‌های چند متغیره نباشد. به عنوان نمونه، یکی از مشخصه‌های روش معادلات هم‌زمان این است که متغیر وابسته در یک رابطه به عنوان متغیری توضیحی در رابطه‌های دیگر ظاهر می‌شود. چنین متغیر

دست آمده از رگرسیون اول به عنوان یک متغیر توضیحی، مجدداً برآورد می‌شود. سرانجام، قاعده تصمیم‌گیری به این صورت است که اگر ضریب این متغیر توضیحی جدید در برآورد مرحله دوم از لحاظ آماری معنادار باشد، این امر به معنای وجود هم‌زمانی است (۴۷).

در این پژوهش بازه زمانی ۱۳۸۳-۱۳۹۱ برای بررسی در نظر گرفته شده است. شرکت‌های دارویی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، جامعه آماری پژوهش حاضر را تشکیل می‌دهد. به دلیل وجود برخی ناهماهنگی‌ها میان اعضای جامعه، شرایط زیر برای انتخاب نمونه پژوهش مد نظر قرار گرفت و نمونه به روش هدفمند زیر انتخاب شد:

۱. تا پایان اسفند ماه سال ۱۳۸۲ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد؛

۲. سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفندماه باشد و در دوره زمانی مورد بررسی، تغییری در آن ایجاد نشده باشد؛

۳. به دلیل ماهیت متفاوت، جزء مؤسسه‌های مالی، سرمایه‌گذاری و بانک‌ها نباشد؛ و

۴. اطلاعات مالی مورد نیاز برای انجام این پژوهش را در دوره زمانی مورد بررسی به طور کامل ارائه کرده باشد.

با توجه به بررسی‌های انجام شده، تعداد ۲۰ شرکت در بازه زمانی مزبور حائز شرایط بالا بوده و به عنوان نمونه پژوهش انتخاب شد. اطلاعات مورد نیاز شرکت‌ها از طریق نرم‌افزار تدبیرپرداز و پایگاه رسمی اینترنتی سازمان بورس اوراق بهادار گردآوری

توضیحی ممکن است با جمله پسماند رابطه‌هایی که در آن به عنوان متغیر توضیحی وارد شده است همبسته باشد و همبسته بودن متغیر توضیحی با جمله پسماند را یک رابطه، فرض کلاسیک صفر بودن کوواریانس را نقض می‌کند. در چنین شرایطی استفاده از برآوردگرهای حداقل مربعات معمولی منجر به نتایجی می‌شود که اریب و ناسازگار است. یعنی، حتی اگر حجم نمونه به سمت بی‌نهایت میل کند، باز هم برآوردگرهای حداقل مربعات معمولی با مقادیر حقیقی جامعه برابر نمی‌شود (۴۷ و ۴۸). به همین علت و به منظور جلوگیری از ایجاد نتایج اریب و غیرواقعی انجام چهار آزمون پایایی، اریب هم‌زمانی، قطری بودن و مسأله تشخیص پیش از برآورد الگو ضروری است. نتایج حاصل از این آزمون‌ها نوع برآوردگر مناسب برای برآورد الگوی مورد نظر را مشخص می‌کند.

به منظور آزمون درون‌زاد بودن متغیرهای درون‌زا (اریب هم‌زمانی) از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. ایده اساسی آزمون درون‌زایی هاسمن، مقایسه دو دسته از برآوردهاست که یکی تحت هر دو فرضیه صفر و جایگزین و دیگری تنها تحت فرضیه جایگزین سازگار است (۴۷). به این ترتیب، آزمون هاسمن با استفاده از یک رگرسیون کمکی به دست می‌آید، به این طریق که در رابطه رگرسیون اول، متغیری که تصور می‌شود درون‌زا است، بر همه متغیرهای برون‌زا و ابزاری رگرس می‌شود و پسماند این رگرسیون استخراج و ذخیره می‌شود (۴۶ و ۴۷). سپس، در مرحله دوم، رابطه مد نظر (رابطه‌ای که درون‌زای متغیر مورد نظر در آن آزمون می‌شود) به همراه پسماند به

شد. داده‌ها با استفاده از نرم‌افزار اکسل نسخه ۲۰۱۰ آماده و سپس با استفاده از نرم‌افزار Eviews نسخه ۷ تجزیه و تحلیل شد.

نحوه آزمون فرضیه‌های پژوهش

الگوی آماری که در این پژوهش بکار گرفته شده، الگویابی معادلات ساختاری با استفاده از داده‌های مقطعی است. الگوی ساختاری حاضر از سه رابطه رگرسیونی چند متغیره تشکیل شده است. در ادامه، برای درک بهتر روابط بین متغیرهای درون‌زا و برون‌زا نمودار الگو (نمودار شماره ۱) ترسیم شده است. برای بررسی روابط متقابل، متغیرها به دو گروه درون‌زا و برون‌زا تقسیم می‌شود. متغیر برون‌زا متغیری است که هیچ اثری از سایر متغیرهای درون الگو نمی‌پذیرد و بر متغیرهای درون‌زا اثر می‌گذارد. بنابراین، دارای رابطه‌ای یک طرفه است. متغیر درون‌زا متغیری است که از سایر متغیرهای برون‌زا و درون‌زا اثر می‌پذیرد و بر سایر متغیرهای درون‌زا اثر می‌گذارد. بنابراین، رابطه‌ای دو طرفه دارد. در نتیجه، تفکیک متغیرها با عنوان متغیرهای مستقل و وابسته اعتبار خود را از دست می‌دهد (۴۷ و ۴۸).

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از معادلات هم‌زمان شامل رابطه‌های زیر استفاده شده است:

رابطه (۱)

$$\begin{aligned} MGO_{i,t} &= \beta_0 + \beta_1 LEV_{it} + \beta_2 DIVR_{it} + \beta_3 FCF_{it} + \beta_4 GRO_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \varepsilon_{it} \\ LEV_{i,t} &= \beta_0 + \beta_1 MGO_{it} + \beta_2 DIVR_{it} + \beta_3 FCF_{it} + \beta_4 LIQ_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \varepsilon_{it} \\ DVIR_{i,t} &= \beta_0 + \beta_1 MGO_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 TANG_{it} + \beta_4 GRO_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

که در آن:

MGO (مالکیت مدیریتی) (متغیر درون‌زا): عبارت است از درصد سهام نگهداری شده به وسیله اعضای هیأت مدیره.

LEV (اهرم مالی) (متغیر درون‌زا): نسبت جمع بدهی‌ها به جمع دارایی‌ها.

DIVR (سود تقسیمی) (متغیر درون‌زا): نسبت سود سهام پرداختی هر سهم تقسیم بر سود هر سهم.

GRO: (رشد فروش) (متغیر برون‌زا): درصد تغییر در فروش از سال $t-1$ به سال t .

SIZE: (اندازه شرکت) (متغیر برون‌زا): لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌ها.

LIQ: (نقدینگی) (متغیر برون‌زا): نسبت وجه نقد بر جمع دارایی‌ها.

TANG: (دارایی‌های ثابت مشهود) (متغیر برون‌زا): نسبت دارایی‌های ثابت مشهود به جمع دارایی‌ها.

ROA: (سودآوری) (متغیر برون‌زا): نسبت سود قبل از هزینه‌های مالی و مالیات بر جمع دارایی‌ها.

FCF (جریان‌های نقد آزاد) (متغیر برون‌زا): در این پژوهش از الگوی لن و پولسن (۴۹) برای تعیین جریان‌های نقد آزاد استفاده شده است که در زیر مشخص شده است.

رابطه (۲)

$$FCF_{it} = (INC_{it} - TAX_{it} - INTEXP_{it} - PSDIV_{it} - CSDIV_{it}) / TA_{it-1}$$

که در آن:

FCF_{it} : جریان‌های نقد آزاد شرکت i در سال t .

INC_{it} : سود عملیاتی قبل از استهلاک شرکت i در

سایر متغیرهای درون‌الگو نمی‌پذیرند، به عنوان متغیرهای برون‌زا تعیین شده‌اند. به عبارت دیگر، متغیرهای مالکیت مدیریتی، اهرم مالی و سیاست تقسیم سود افزون بر اثرگذاری متقابل بر یکدیگر از چند متغیر دیگر در الگو نیز اثر می‌پذیرند. بنابراین، نقش متغیرهای درون‌زا را دارند اما سایر متغیرها تنها بر یکی از متغیرهای درون‌زا اثر گذاشته و از هیچ یک از متغیرهای دیگر اثر نمی‌پذیرد، در نتیجه، نقش متغیر برون‌زا را دارد (۴۷ و ۴۸).

مالکیت مدیریتی (متغیر درون‌زا)

استربروک (۷) و جنسن (۱) معتقدند که جریان‌های نقد آزاد هسته اصلی مشکلات نمایندگی بین مدیران و سهامداران است. در این ارتباط، نتایج چند پژوهش نشان داده است که مالکیت مدیریتی به عنوان راه‌حل برای کاهش تضادهای نمایندگی، موجب همسویی منافع مدیران و سهامداران می‌شود. لانگ و شارپ (۵۰) و هیمبرگ و همکاران (۵۱) در پژوهش‌هایی به این نتیجه رسیدند که رابطه‌ای مثبت بین جریان‌های نقد آزاد و نسبت سهام نگهداری شده به وسیله مدیران وجود دارد.

سال t.

TAX_{it} : جمع مالیات پرداختی شرکت i در سال t.

$INTEXP_{it}$: هزینه‌های مالی شرکت i در سال t.

$PSDIV_{it}$: سود سهامداران ممتاز پرداختی شرکت i

در سال t.

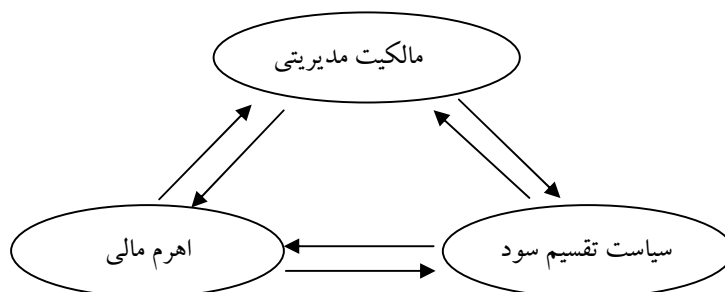
$CSDIV_{it}$: سود سهامداران عادی پرداختی شرکت i

در سال t.

TA_{it-1} : جمع ارزش دفتری دارایی‌های شرکت i در

سال t.

متغیر مالکیت مدیریتی بر متغیر اهرم مالی و سیاست تقسیم سود، متغیر اهرم مالی بر سیاست تقسیم سود و مالکیت مدیریتی و سیاست تقسیم سود بر مالکیت مدیریتی و اهرم مالی مؤثر است. این موضوع حاکی از روابط دوطرفه بین این متغیرهاست. در نتیجه، متغیر مالکیت مدیریتی، اهرم مالی و سیاست تقسیم سود به عنوان متغیرهای درون‌زا انتخاب شده است. بر اساس مبانی نظری موجود سایر متغیرهای مؤثر بر هر یک از متغیرهای درون‌زا (مالکیت مدیریتی، اهرم مالی و سیاست تقسیم سود) شناسایی شد. از آنجا که این متغیرها دارای رابطه یک طرفه با هر یک از متغیرهای درون‌زا بوده‌اند و هیچ اثری از



نمودار ۱: رابطه متقابل بین مالکیت مدیریتی، تقسیم سود و اهرم مالی

این ترتیب، پیش‌بینی می‌شود که ضریب متغیر جریان‌های نقد آزاد مثبت باشد.

نقدینگی از طریق نسبت دارایی‌های جاری بر بدهی‌های جاری محاسبه می‌شود. در تشریح متغیر نقدینگی، میلر و راک در پژوهشی استدلال می‌کنند که شرکت‌ها منابع وجوه درون‌سازمانی (به عنوان نمونه، دارایی‌های نقد در دسترس) را به اهرم مالی ترجیح می‌دهند (۵۲). بنابراین، وضعیت نقدینگی شرکت باید تأثیر منفی بر نسبت اهرم مالی داشته باشد. هم‌چنین، مایرز و مجلوف (۲۳)، فرند و لانگ (۲۴) و کیم و همکاران (۳۱) در پژوهش‌های خود به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های با دارایی‌های نقد بالا می‌توانند چنین دارایی‌هایی را برای تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌ها استفاده کنند. در نتیجه، پیش‌بینی می‌شود که بین نقدینگی و اهرم مالی رابطه منفی وجود داشته باشد.

معمولاً فعالیت‌های شرکت‌های بزرگ متنوع‌تر از شرکت‌های کوچک است و کم‌تر در معرض ورشکستگی قرار دارند. این شرایط موجب می‌شود که آن‌ها نسبت بدهی بالا را بپذیرند (۲۳). هم‌چنین، بیشتر شرکت‌های بزرگ در ایران تحت کنترل دولت هستند و به نظر می‌رسد شرکت‌هایی که تحت کنترل دولت هستند به وام‌های بانکی نسبت به سایر شرکت‌ها دسترسی آسانی داشته باشند (۱۳). با این استدلال پیش‌بینی می‌شود که ضریب اندازه شرکت مثبت باشد.

سود تقسیمی (متغیر درون‌زا)

دارایی‌های ثابت مشهود، رشد فروش و سودآوری

انتظار می‌رود که رشد فروش تأثیر مثبتی بر مالکیت مدیریتی داشته باشد. مطابق با نظریه نامتقارنی اطلاعات، رشد فروش نشان‌دهنده سودآوری آینده و توسعه بالقوه شرکت است. به این ترتیب، مدیران تمایل کم‌تری به سرمایه‌گذاری در سهام شرکت خواهند داشت (۲۲). رابطه مثبت بین رشد فروش و مالکیت مدیریتی می‌تواند ناشی از مزیت‌های اطلاعاتی افراد درون سازمان درباره چشم‌انداز رشد شرکت باشد (۲۸). در نتیجه، ضریب رشد فروش مثبت خواهد بود.

اندازه شرکت برابر با لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت در پایان سال محاسبه می‌شود. نتایج پژوهش‌های پیشین نشان داده است که مالکیت مدیریتی به‌طور قابل‌توجهی در شرکت‌های کوچک به نسبت شرکت‌های بزرگ بالاست. همان‌طور که شرکت‌ها بزرگ می‌شوند خطرگریزی مدیریت و محدودیت در ثروت‌اندوزی، تمایل مدیران را به افزایش مالکیتشان محدود می‌کند (۲۸). بنابراین، انتظار می‌رود ضریب اندازه شرکت مثبت باشد.

اهرم مالی (متغیر درون‌زا)

برای اندازه‌گیری اهرم مالی، الگوی رگرسیون شامل جریان‌های نقد آزاد، نقدینگی و اندازه شرکت است. جنسن معتقد است که با وجود فرصت‌های رشد پایین، هزینه‌های نمایندگی بالا به علت افزایش جریان‌های نقد آزاد رخ می‌دهد (۱). از این رو، تأمین مالی باید از طریق بدهی انجام شود. پژوهش استالز رابطه‌ای مثبت را بین اهرم مالی و جریان‌های نقد آزاد نشان می‌دهد (۸). به

بر جمع ارزش دفتری دارایی‌ها محاسبه می‌شود. در پژوهش‌های پیشین، سودآوری به عنوان متغیر توضیحی اثرگذار بر سیاست تقسیم سود در نظر گرفته شده است (۵۵). انتظار می‌رود که بین سودآوری و سود سهام پرداختنی رابطه مثبت وجود داشته باشد. نظریه علامت‌دهی، از وجود رابطه مثبت بین سودآوری و سود سهام پرداختنی حمایت می‌کند. به این ترتیب، شرکت‌های سودآور به احتمال زیاد سود سهام را پرداخت می‌کنند (۹ و ۵۰). بنابراین، پیش‌بینی می‌شود که رابطه بین سودآوری و سود سهام پرداختنی مثبت باشد.

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول شماره ۱ ارائه شده است. مطابق با اطلاعات مندرج در این جدول میانگین مالکیت مدیریتی در شرکت‌های دارویی حدود ۰/۱۵۹ است که نشان می‌دهد از کل سهام منتشر شده شرکت حدود ۱۶٪ در اختیار اعضای هیأت‌مدیره است. میانگین سود تقسیمی برابر با ۰/۶۱ است و نشان می‌دهد که شرکت‌های دارویی به طور میانگین سود سهام بالایی بین سهامداران تقسیم می‌کند. میانگین جریان‌های نقد آزاد ۰/۱۵ است و حاکی از آن است که میزان جریان‌های نقد آزاد در دسترس مدیران حدود ۱۵٪ است. میانگین اندازه شرکت ۱۱/۸۷ است که از طریق لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌ها اندازه‌گیری می‌شود. رشد فروش شرکت به طور میانگین

متغیرهای برون‌زای رابطه سود تقسیمی است. متغیر دارایی‌های ثابت مشهود از طریق نسبت ارزش دفتری دارایی‌های ثابت به ارزش دفتری جمع دارایی‌ها محاسبه می‌شود. تیتمن و وسلز (۵۳) و عیوزیان و همکاران (۵۴) معتقدند که رابطه‌ای منفی بین مشهود بودن دارایی‌ها و سود سهام پرداختنی وجود دارد. بیشتر بودن دارایی‌های ثابت مشهود در شرکت منجر به کاهش اندازه دارایی‌های جاری می‌شود. بنابراین، شرکت‌ها وابستگی بیشتری به سود انباشته خواهند داشت. به این معنی که فرصت کم‌تری برای پرداخت سود سهام دارند. با این استدلال پیش‌بینی می‌شود که ضریب دارایی‌های ثابت مشهود منفی باشد. مطابق نتایج پژوهش جنسن و همکاران رشد فروش تأثیر منفی بر سود سهام پرداختنی دارد (۹). در این دیدگاه، مطابق با نظریه توازن ایستا شرکت‌ها تمایل دارند که از منابع درون‌سازمانی برای تأمین مالی طرح‌های سرمایه‌گذاری استفاده کنند. اگر شرکتی فرصت‌های رشد بالا و طرح‌های سرمایه‌گذاری بزرگی داشته باشد، میزان سود سهام پرداختنی خود را برای فرار از وابستگی به تأمین مالی برون‌سازمانی پرهزینه، کاهش می‌دهد. مطابق با نظریه نمایندگی، شرکت‌های با فرصت‌های رشد کم، جریان‌های نقد آزاد بالایی دارند؛ در نتیجه، در این نوع شرکت‌ها سود سهام پرداختنی نقشی انگیزشی در کاهش هزینه‌های نمایندگی جریان‌های نقد آزاد ایفا می‌کند (۱ و ۶). بنابراین، پیش‌بینی می‌شود که بین رشد فروش و سود سهام پرداختنی رابطه منفی برقرار باشد. سودآوری از طریق نسبت سود قبل از مالیات تقسیم

جدول ۱: آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	نماد متغیر	میانگین	میان	انحراف معیار	کمینه	بیشینه
مالکیت مدیریتی	MGO	۰/۱۵۹	۰/۱۴۱	۰/۱۲۷	۰/۰۰۰	۰/۷۶۳
سود تقسیمی	DVIR	۰/۶۱	۰/۷	۰/۳۰۶	۰/۰۰۰	۰/۹۹۸
اهرم مالی	LEV	۰/۵۵۷	۰/۵۷۹	۰/۱۷۱	۰/۰۴	۰/۹۷۲
اندازه	SIZE	۱۱/۸۷	۱۱/۸۴	۰/۴۵۴	۱۰/۷۷	۱۳/۷۹
جریان‌های نقد آزاد	FCF	۰/۱۵	۰/۱۲۵	۰/۳۱۱	(۱/۵۸۳)	۲/۴۱۷
رشد فروش	GRO	۰/۲۱۱	۰/۱۳۸	۰/۴۱	(۰/۹۴۷)	۵/۲۱۲
بازده دارایی	ROA	۰/۱۵	۰/۱۲۵	۰/۳۱۱	(۰/۲۸۵)	۰/۶۷۵
نقدینگی	LIQ	۱/۳۷۵	۱/۲۶۲	۰/۸	۰/۲۲۲	۹/۱۶۱
دارایی‌های ثابت مشهود	TANG	۰/۲۳۶	۰/۱۸۹	۰/۱۸۸	۰/۰۸۷	۰/۸۸۸

ناهمسانی واریانس و از آماره دوربین-واتسون برای تشخیص خودهمبستگی استفاده شد. افزون بر این، از آزمون فیشر برای بررسی معناداری کل الگو استفاده شده است.

نتایج مندرج در جدول شماره ۲ نشان می‌دهد که سطح معناداری آزمون هادری کم‌تر از ۵٪ است. بنابراین، همه متغیرها پایا است. هم‌چنین، نتایج مندرج در جدول شماره ۳ حاکی از آن است که واریانس‌ها همسان است.

آزمون اریب هم‌زمانی (آزمون درون‌زا و برون‌زایی) با توجه به این که ضریب جمله‌های پسماند، مندرج در جدول‌های شماره‌های ۴، ۵ و ۶، برای هر سه رابطه موجود در الگو معنادار شده است، هر سه رابطه دارای اریب هم‌زمانی است. وجود اریب هم‌زمانی فرض کلاسیک کوواریانس برابر با صفر را نقض می‌کند. بنابراین، برای برآورد این رابطه‌ها نمی‌توان

۰/۲۱۱ است و نشان می‌دهد که در صنعت دارو فروش سال جاری نسبت به سال قبل ۲۱٪ رشد داشته است. میانگین دارایی‌های ثابت مشهود و نقدینگی این صنعت، به ترتیب، برابر با ۰/۲۳۶ و ۱/۳۷۵ است. هم‌چنین، از بین متغیرهای پژوهش اهرم مالی با انحراف معیار ۰/۱۷۱ و نقدینگی با انحراف معیار ۰/۸، به ترتیب، کم‌ترین و بیشترین پراکندگی را دارند.

آزمون پایایی متغیرهای پژوهش

پایان‌بودن متغیرها، چه در مورد داده‌های سری زمانی و چه داده‌های ترکیبی باعث بروز مشکل رگرسیون کاذب می‌شود. هم‌چنین، در صورتی که الگو از نوع داده‌های ترکیبی باشد، دو فرض از فروض کلاسیک رگرسیون خطی که شامل خودهمبستگی و ناهمسانی واریانس است نیز مورد آزمون قرار می‌گیرد. به منظور تشخیص پایایی داده‌ها از آزمون هادری، از آزمون لوین به منظور آزمون

جدول ۲: نتایج حاصل از آزمون هادری (آزمون پایایی متغیرهای پژوهش)

متغیر	نماد متغیر	مقدار آماره	سطح معناداری
مالکیت مدیریتی	MGO	۳۳/۵۲۶	۰/۰۰۰
سود تقسیمی	DIVR	۳۶/۰۷۷	۰/۰۰۰
اهرم مالی	LEV	۲۸/۶۹۴	۰/۰۰۰
اندازه	SIZE	۳۰/۸۸۷	۰/۰۰۰
جریان‌های نقد آزاد	FCF	۲۶/۰۰۷	۰/۰۰۰
رشد فروش	GRO	۲۶/۳۵۵	۰/۰۰۰
بازده دارایی	ROA	۲۸/۶۳۵	۰/۰۰۰
نقدینگی	LIQ	۱۹/۷۷۸	۰/۰۰۱
دارایی‌های ثابت مشهود	TAND	۲۵/۲۴۷	۰/۰۰۰

جدول ۳: نتایج حاصل از آزمون لوین (آزمون ناهمسانی واریانس)

فرض H_0	فرضیه	مقدار آماره	سطح معناداری	نتیجه
فرضیه اول	فرضیه اول	۰/۷۲۶	۰/۴۹۸	فرض H_0 پذیرفته می‌شود
فرضیه دوم	فرضیه دوم	۱/۲۴۷	۰/۲۵۵	فرض H_0 پذیرفته می‌شود
فرضیه سوم	فرضیه سوم	۰/۷۴۴	۰/۵۳۱	فرض H_0 پذیرفته می‌شود

جدول ۴: نتیجه حاصل از آزمون اریب هم‌زمانی رابطه اول

متغیر	ضریب	سطح معناداری
جمله پسماند	۰/۸۸۷	۰/۰۰۰

جدول ۵: نتیجه حاصل از آزمون اریب هم‌زمانی رابطه دوم

متغیر	ضریب	سطح معناداری
جمله پسماند	۰/۷۸۹	۰/۰۰۰

جدول ۶: نتیجه حاصل از آزمون اریب هم‌زمانی رابطه سوم

متغیر	ضریب	سطح معناداری
جمله پسماند	۰/۹۰۱	۰/۰۰۰

از روش حداقل مربعات معمولی استفاده کرد.

سایر رابطه‌ها را بدست آورد، رابطه مورد نظر مشخص خواهد بود. همان‌گونه که مشخص است، با توجه به معادلات هم‌زمان مورد استفاده در پژوهش حاضر، شرط لازم و کافی در ارتباط با هر سه رابطه موجود، شامل رابطه‌های مالکیت مدیریتی، اهرم مالی و سود تقسیمی تأیید می‌شود (۵۶).

آزمون قطری بودن

نتایج حاصل از آزمون قطری بودن نشان داد که بین جمله‌های پسماند موجود در رابطه‌های پژوهش همبستگی وجود دارد. از آنجا که این نتیجه یکی دیگر از فروض کلاسیک را نقض می‌کند، آزمون قطری بودن نیز همانند آزمون اریب هم‌زمانی، روش حداقل مربعات معمولی را روشی مناسب برای برآورد نمی‌داند.

مسئله تشخیص

برای انجام آزمون تشخیص باید دو شرط درجه (شرط لازم) و شرط ترتیب (شرط کافی) مورد بررسی قرار گیرد. برای بررسی شرط درجه یکی از ساده‌ترین روش‌ها محاسبه $g-1$ و $K-k$ است که در آن‌ها g و k ، به ترتیب، نمایانگر تعداد متغیرهای درون‌زا و تعداد متغیرهای از پیش معین موجود در رابطه مورد بررسی است و K نمایانگر تعداد متغیرهای از پیش معین موجود در الگو است. اگر $g-1 < K-k$ باشد رابطه کم‌تر از حد مشخص است اما اگر $K-k = g-1$ باشد، رابطه دقیقاً مشخص و اگر $K-k > g-1$ باشد، رابطه بیش از حد مشخص است. برقراری شرط ترتیب نیز بر این اساس است که در یک الگوی دارای G رابطه و G متغیر درون‌زا اگر بتوان دست کم یک دترمینان غیرصفر از وجه $(G-1)$ $(G-1)$ مربوط به ضرایب متغیرهای درون‌زا و از پیش معین خارج از رابطه مورد بررسی اما لحاظ‌شده در

آزمون فرضیه‌های پژوهش

نتایج مندرج در جدول شماره ۷ نشان می‌دهد که بین اهرم مالی و مالکیت مدیریتی رابطه منفی $(-0/231)$ و معناداری $(0/000)$ وجود دارد. به این معنی که افزایش اهرم مالی موجب کاهش مالکیت مدیر می‌شود. همچنین، نتایج نشان می‌دهد که بین سیاست تقسیم سود و مالکیت مدیریتی رابطه منفی $(-0/011)$ و معناداری $(0/007)$ وجود دارد. به این معنی که افزایش تقسیم سود نیز موجب کاهش مالکیت مدیر می‌شود. از بین متغیرهای برون‌زا جریان‌های نقد آزاد رابطه مثبت و معناداری با مالکیت مدیریتی دارد. بین اندازه شرکت و مالکیت مدیریتی نیز رابطه مثبت و معنادار برقرار است اما بین رشد فروش و مالکیت مدیریتی رابطه معنادار وجود ندارد. ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که حدود ۳۲٪ از تغییرات متغیر درون‌زای مالکیت مدیریتی به وسیله متغیر درون‌زای اهرم مالی و سایر متغیرها قابل تبیین است. آماره دوربین-واتسون بین $1/5$ و $2/5$ بوده و می‌توان تأیید کرد که خطاها یا تفاوت بین مقادیر واقعی و مقادیر پیش‌بینی شده به وسیله الگوی رگرسیون، از یکدیگر مستقل است. مقدار سطح

جدول ۷: اهرم مالی، سیاست تقسیم سود و مالکیت مدیریتی

$MGO_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 LEV_{it} + \beta_2 DIVR_{it} + \beta_3 FCF_{it} + \beta_4 GRO_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$			
متغیر	ضرایب	t	سطح معناداری
Constant	۰/۰۰۵	۰/۲۶۴	۰/۷۰۵
LEV	(۰/۲۳۱)	(۴/۸۸۹)	۰/۰۰۰
DIVR	(۰/۰۱۱)	(۲/۸۲۵)	۰/۰۰۷
FCF	۰/۰۵۱	۲/۹۲۱	۰/۰۰۴
GRO	(۰/۰۱۸)	(۱/۲۲۶)	۰/۲۸۲
SIZE	۰/۰۶۶	۵/۰۹۶	۰/۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۳۲۲	
دوربین-واتسون		۱/۹۹۶	
آماره F		۱۳/۶۵۷	
احتمال آماره F		۰/۰۰۰	

کرد که خطاها یا تفاوت بین مقادیر واقعی و مقادیر پیش‌بینی شده به وسیله الگوی رگرسیون، از یکدیگر مستقل است. مقدار سطح معناداری F برابر با ۰/۰۰۰ و کوچک‌تر از ۰/۰۵ است که حاکی از معناداری کل الگو است.

نتایج مندرج در جدول شماره ۹ نشان می‌دهد که بین مالکیت مدیریتی و سیاست تقسیم سود رابطه منفی (۰/۱۸۴-) و معناداری (۰/۰۰۰) وجود دارد. همچنین، بین اهرم مالی و سیاست تقسیم سود رابطه منفی (۰/۳۳۴-) و معناداری (۰/۰۲۶) وجود دارد. در میان متغیرهای درون‌زا، دارایی‌های ثابت مشهود رابطه منفی و معناداری با سیاست تقسیم سود دارد. بازده دارایی‌ها نیز رابطه مثبت و معناداری با سیاست تقسیم سود دارد اما بین رشد فروش و سیاست تقسیم سود رابطه معنادار وجود ندارد. ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد

معناداری F برابر با ۰/۰۰۰ و کوچک‌تر از ۰/۰۵ است که حاکی از معناداری کل الگو است.

نتایج مندرج در جدول شماره ۸ نشان می‌دهد که بین مالکیت مدیریتی و اهرم مالی رابطه منفی (۰/۱۹۵-) و معناداری (۰/۰۰۰) وجود دارد. همچنین، نتایج نشان می‌دهد که بین سیاست تقسیم سود و اهرم مالی رابطه منفی (۰/۰۱۲-) و معناداری (۰/۰۰۱) وجود دارد. از بین متغیرهای برون‌زا جریان‌های نقد آزاد و اندازه رابطه مثبت و معناداری با اهرم مالی دارد. بین نقدینگی و اهرم مالی نیز رابطه منفی و معنادار برقرار است. ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که ۳۰٪ از تغییرات متغیر درون‌زای اهرم مالی به وسیله متغیرهای درون‌زای مالکیت مدیریتی و سود تقسیمی و سایر متغیرها قابل تبیین است. آماره دوربین-واتسون بین ۱/۵ و ۲/۵ بوده و می‌توان تأیید

جدول ۸: مالکیت مدیریتی، سیاست تقسیم سود و اهرم مالی

$$LEV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 MGO_{it} + \beta_2 DIVR_{it} + \beta_3 FCF_{it} + \beta_4 LIQ_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر	ضرایب	t	سطح معناداری
Constant	۰/۳۶۷	۳/۰۱۸	۰/۰۰۳
MGO	(۰/۱۹۵)	(۵/۷۵۷)	۰/۰۰۰
DIVR	(۰/۰۱۲)	(۳/۱۹۶)	۰/۰۰۱
FCF	۰/۰۳۲	۲/۳۲۹	۰/۰۲۴
LIQ	(۰/۰۳۵)	(۳/۰۵۳۸)	۰/۰۰۰
SIZE	۰/۰۲۹	۳/۲۳۶	۰/۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۳۰۱	
دوربین-واتسون		۱/۹۱۳	
آماره F		۱۳/۷۵۸	
احتمال آماره F		۰/۰۰۰	

جدول ۹: مالکیت مدیریتی، اهرم مالی و سیاست تقسیم سود

$$DVR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 MGO_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 TANG_{it} + \beta_4 GRO_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر	ضرایب	t	سطح معناداری
Constant	۰/۴۶۲	۳/۷۶۳	۰/۰۰۰
MGO	(۰/۱۸۴)	(۴/۳۵۱)	۰/۰۰۰
LEV	(۰/۳۳۴)	(۲/۲۶۹)	۰/۰۲۶
TANG	(۰/۴۴۵)	(۴/۲۹۴)	۰/۰۰۰
GRO	(۰/۰۷۷)	(۰/۸۰۹)	۰/۴۱۹
ROA	۰/۰۴۴	۲/۲۹۷	۰/۰۲۵
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۲۵۱	
دوربین-واتسون		۱/۹۶۸	
آماره F		۹/۸۸۶	
احتمال آماره F		۰/۰۰۰	

مقدار سطح معناداری F برابر با ۰/۰۰۰ و کوچکتر از ۰/۰۰۰ است که حاکی از معناداری کل الگو است.

نتیجه گیری و پیشنهادها

مطابق با نظریه نمایندگی مالکیت مدیریتی به همسویی

که حدود ۲۵٪ از تغییرات متغیر درون‌زای مالکیت مدیریتی به وسیله متغیر مستقل اهرم مالی و سایر متغیرها قابل تبیین است. آماره دوربین-واتسون بین ۱/۵ و ۲/۵ بوده و می‌توان تأیید کرد که خطاها یا تفاوت بین مقادیر واقعی و مقادیر پیش‌بینی شده به وسیله الگوی رگرسیون، از یکدیگر مستقل است.

پژوهش‌های آنان نشان داد که مالکیت مدیریتی بالا، میزان اهرم مالی شرکت را کاهش می‌دهد. در واقع، در شرکت‌های با اهرم مالی بالا، مدیران با خطر بالای از دست‌دادن شغل مواجه هستند.

نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش نشان داد که بین سیاست تقسیم سود و مالکیت مدیریتی رابطه متقابل منفی و معناداری وجود دارد. به این معنی که در شرکت‌های با مالکیت مدیریتی بالا، تقسیم سود پایین است و در شرکت‌هایی که میزان مالکیت مدیران بالاست، سود تقسیمی از اهمیت کم‌تری برخوردار است. در واقع، مدیران با مالکیت سهام بالا تمایلی به پرداخت سود سهام ندارند و ترجیح می‌دهند که این وجوه را برای تأمین مالی طرح‌های سرمایه‌گذاری مصرف کنند. بنابراین، مالکیت مدیریتی و سود تقسیمی جایگزین یکدیگر هستند. این نتایج مطابق با نظریه علامت‌دهی است. در این راستا، کیم و همکاران (۳۱) معتقدند که سیاست تقسیم سود و مالکیت مدیریتی مشکلات نمایندگی را حل می‌کند. بنابراین، مالکیت مدیریتی و سود پرداختی دو روش جایگزین برای کاهش هزینه‌های نمایندگی محسوب می‌شود. این نتایج با نتایج پژوهش‌های چن و استینر (۳) و کیم و همکاران (۳۱) همسو است در حالی که با نتایج پژوهش هانگ و نگوین (۱۲) مغایرت دارد. نتایج پژوهش آنان نشان داد که افزایش مالکیت مدیریتی با افزایش سود سهام پرداختی همراه است.

نتایج آزمون فرضیه سوم نشان داد که بین سیاست تقسیم سود و اهرم مالی رابطه متقابل منفی و معناداری وجود دارد. به این معنی که پرداخت سود سهام با

منافع مدیران با منافع سهامداران کمک می‌کند. مدیران با انجام رفتارهای فرصت‌طلبانه می‌توانند از طریق اهرم مالی و سود پرداختی منافع سهامداران را تهدید کنند. بر اساس نظریه جنسن (۱) مالکیت مدیریتی می‌تواند تضادهای نمایندگی را از طریق کاهش جریان‌های نقد آزاد در دسترس مدیران کاهش دهد. از این رو، در پژوهش حاضر رابطه بین مالکیت مدیریتی، اهرم مالی و سیاست تقسیم سود در صنعت مواد و محصولات دارویی بورس اوراق بهادار تهران بررسی شده است. برای دستیابی به این هدف، تعداد ۲۰ شرکت در بازه زمانی ۱۳۹۱-۱۳۸۳ بررسی شد.

نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش نشان داد که بین اهرم مالی و مالکیت مدیریتی رابطه متقابل منفی و معناداری وجود دارد. به این معنی که در شرکت‌های با مالکیت مدیریتی بالا، میزان اهرم مالی پایین است. از یک سو، استفاده بیشتر از بدهی، مدیران را در معرض از دست‌دادن جایگاه خود در شرکت قرار می‌دهد و از سوی دیگر، با استفاده بیش از حد بدهی، خطر ورشکستگی افزایش یافته و ارزش شرکت کاهش می‌یابد. بنابراین، مدیران برای اجتناب از خطر از دست‌دادن کار و ثروت شخصی خود به کاهش بدهی‌های شرکت متوسل می‌شوند. در نتیجه، احتمالاً مدیران با مالکیت بالا به علت خطر ورشکستگی، تمایل کم‌تری به اخذ وام برای تأمین مالی سرمایه‌گذاری دارند. این نتایج با نظریه نمایندگی جنسن (۱) و نتایج پژوهش‌های فرند و لانگ (۲۴)، جنسن و همکاران (۹)، باثالا و همکاران (۲۸)، چن و استینر (۳) و هانگ و نگوین (۱۲) همسو است. نتایج

دهند. به طور خاص، مدیران تعداد قابل ملاحظه‌ای از سهام شرکت را برای اجتناب از استفاده بیشتر از بدهی‌ها و پرداخت سود سهام بالا برای جبران خطر مالی خود نگهداری می‌کنند. در نتیجه، به سرمایه‌گذاران جزء توصیه می‌شود که در شرکت‌هایی که اهرم مالی و سطح مالکیت مدیریتی بسیار بالایی دارند، سرمایه‌گذاری نکنند. در راستای نظریه نمایندگی، اهرم مالی و سیاست تقسیم سود روش‌های درون‌سازمانی جایگزین برای حل مشکلات نمایندگی است. هم‌چنین، این پژوهش پیشنهاد می‌کند که صنایع دارویی نیازمند سیاست‌های دقیقی برای کاهش تضادهای نمایندگی و بهبود کیفیت حاکمیت شرکتی هستند. سرانجام، در راستای بررسی بیشتر رابطه بین مالکیت مدیریتی، اهرم مالی و تقسیم سود پیشنهاد می‌شود که در سایر پژوهش‌ها سطوح بالا و پایین مالکیت مدیریتی و سود تقسیمی با اهرم مالی به تفکیک صنایع مورد بررسی قرار گیرد تا مشخص شود که آیا رابطه این سه عامل در صنایع مختلف مطابق با نظریه نمایندگی است یا خیر؟

کاهش میزان بدهی‌های شرکت امکان‌پذیر است. در واقع، مدیران ترجیح می‌دهند که برای تأمین طرح‌ها از بدهی‌ها به جای پرداخت سود به سهامداران استفاده کنند. این نتایج با نظریه نمایندگی جنسن (۱) و نتایج پژوهش‌های جنسن و همکاران (۹)، روزلف (۶) و فاسیو و همکاران (۳۶) همسو است. در نتیجه، شرکت‌هایی که تمایل کم‌تری به پرداخت سود سهام دارند در وضعیت نقدینگی خوبی به سر می‌برند و جریان‌های نقد آزاد بالایی را ذخیره می‌کنند. به این معنا که بین اهرم مالی و سیاست تقسیم سود رابطه جایگزینی وجود دارد که به عنوان روشی برای کنترل هزینه‌های نمایندگی در نظر گرفته می‌شود. نتایج حاصل از آزمون این فرضیه با نظریه نمایندگی سازگار است.

در مجموع شواهد نشان می‌دهد، مدیرانی که مالکیت مؤثری در شرکت دارند، با خطر بالایی نسبت به سرمایه‌گذاران مواجه هستند. یکی از علل بروز چنین خطری افزایش بدهی‌های شرکت است. بنابراین، مدیران تمایل دارند که میزان مالکیت خود را برای کنترل سیاست‌های مالی مؤثر بر شرکت افزایش

References

- 1 Jensen, M. C. (1986). "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, pp. 323-329.
- 2 Farinha, J. and O. L. De Foronda (2009). "The Relation between Dividends and Insider Ownership in Different Legal Systems: International Evidence", *European Journal of Finance*, Vol. 15, No. 2, pp. 169-189.
- 3 Chen, C. and T. Steiner (1999). "Managerial Ownership and Agency Conflicts: A Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy and Dividend Policy", *Financial Review*, Vol. 34, No. 1, pp. 119-136.
- 4 Fama, E. F. (1980). "Agency Problem

- and the Theory of the Firm”, *Journal of Political Economy*, Vol. 88, No. 2, pp. 288-307.
- 5 Jensen, M. and W. H. Meckling (1976). “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, pp. 305-360.
 - 6 Rozeff, M. S. (1982). “Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios”, *Journal of Financial Research*, Vol. 5, No. 3, pp. 249-259.
 - 7 Easterbrook, F. (1984). “Two Agency-Cost Explanations of Dividend”, *American Economic Review*, Vol. 74, No. 4, pp. 650-659.
 - 8 Stulz, R. (1990). “Managerial Discretion and Optimal Financing Policies”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 26, No. 1, pp. 3-28.
 - 9 Jensen, G.; Solberg, D. P.; and T. S. Zorn (1992). “Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 27, No. 2, pp. 247-263.
 - 10 Crutchley, C. and R. Hansen (1989). “A Test of Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage and Corporate Dividends”, *Financial Management*, Vol. 18, No. 4, pp. 36-46.
 - 11 Ross, S. A. (1977). “The Determination of Financial Structure: The Incentive Signaling Approach”, *Bell Journal of Economics and Management Science*, Vol. 8, No. 1, pp. 23-40.
 - 12 Hong, D. and V. Yen Nguyen (2014). “Managerial Ownership, leverage and Dividend Policies: Empirical Evidence from Vietnam’s listed Firms”, *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 6, No. 5, pp. 274-284.
 - 13 Badavar Nahandi, Y. and V. Taghizadeh Khanqah (2013). “Investigating the Relationship between Auditor Tenure and the Management of Real Activities in the Pharmaceutical Companies Listed on the Tehran Stock Exchange”, *Journal of Health Accounting*, Vol. 3, No. 1, pp. 20-41. [In Persian]
 - 14 Salehi, M. and F. Davtalabe Tousi (2014). “Investigating the Effect of Ownership Structure on the Firm Value of the Pharmaceutical Companies Listed on the Tehran Stock Exchange via Panel Data Analysis”, *Journal of Health Accounting*, Vol. 3, No. 3, pp. 79-100. [In Persian]
 - 15 Aghaie, M.; Kazempour, M.; and R. Mansourlakoraj (2014). “The Effect of Free Cash Flow and Capital Structure on Different Criteria for Evaluating the Performance of the Material Industry and Pharmaceutical Products Companies Listed on the Tehran Stock Exchange”, *Journal of Health Accounting*, Vol. 3, No. 2, pp. 1-15. [In Persian]
 - 16 Denis, D. K. (2001). “Twenty-Five Years of Corporate Governance Research and Counting”, *Review of Financial Economics*, Vol. 10, No. 3, pp. 191-212.
 - 17 Gillan, S. L. (2006). “Recent Developments in Corporate Governance: An Overview”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 12, No. 3, pp. 381-402.
 - 18 Sundaramurthy, C. and M. Lewis (2003). “Control and Collaboration: Paradoxes of Governance”, *Academy of Management Review*, Vol. 28, No. 3, pp. 397-415.
 - 19 Florackis, C.; Kanas, A.; and A.

- Kostakis (2014). "Dividend Policy, Managerial Ownership and Debt Financing: A Non-Parametric Perspective", *European Journal of Operational Research*, Vol. 24, No. 3, pp. 783-795.
- 20 Morck, R.; Shleifer, A.; and R. W. Vishny (1988). "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, Nos. 1 and 2, pp. 293-315.
- 21 Busenitz, L. W.; Fiet, J. O.; and D. D. Moesel (2005). "Signaling in Venture Capitalist-New Venture Team Funding Decisions: Does it Indicate Long-Term Venture Outcomes?" *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 29, No. 1, pp. 1-12.
- 22 Leland, H. E. and D. H. Pyle (1977). "Information Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation", *The Journal of Finance*, Vol. 32, No. 2, pp. 371-387.
- 23 Myers, S. C. and N. S. Majluf (1984). "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have", *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, No. 2, pp. 187-221.
- 24 Friend, I. and L. H. P. Lang (1988). "An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure", *Journal of Finance*, Vol. 43, No. 2, pp. 271-282.
- 25 Rajan, R. G. and L. Zingales (1995). "What do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data", *The Journal of Finance*, Vol. 50, No. 5, pp. 1421-1460.
- 26 Kim, S. W. and E. H. Sorensen (1986). "Evidence on the Impact of the Agency Cost of Debt on Corporate Debt Policy", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 21, No. 2, pp. 131-144.
- 27 Agrawal, A. and G. Mandelker (1987). "Managerial Incentives and Corporate Investment and Financing Decisions", *The Journal of Finance*, Vol. 42, No. 4, pp. 823-837.
- 28 Bathala, C. T.; Moon, K. P.; and R. P. Rao (1994). "Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Institutional Holdings: An Agency Perspective", *Financial Management*, Vol. 23, No. 3, pp. 38-50.
- 29 Eckbo, B. S. and S. Verma (1994). "Managerial Share Ownership, Voting Power, and Cash Dividend Policy", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 1, No. 1, pp. 33-62.
- 30 Lee, W. (2011). "Managerial Entrenchment and the Value of Dividends", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 36, No. 2, pp. 297-322.
- 31 Kim, Y. H.; Rhim, J. C.; and D. L. Friesner (2007). "Interrelationship among Capital Structure, Dividends, and Ownership: Evidence from South Korea", *Multinational Business Review*, Vol. 15, No. 3, pp. 25-42.
- 32 DeAngelo, H.; DeAngelo, L.; and R. M. Stulz (2006). "Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix: A Test of the Life-Cycle Theory", *Journal of Financial Economics*, Vol. 81, No. 2, pp. 227-254.
- 33 Aggarwal, R. and N. A. Kyaw (2010). "Capital Structure, Dividend Policy, and Multinationality: Theory Versus Empirical Evidence", *International Review of Financial Analysis*, Vol. 19, No. 2, pp. 140-150.
- 34 Harford, J.; Klasa, S.; and W. F. Maxwell (2014). "Refinancing Risk and Cash Holdings", *Journal of*

- Finance*, Vol. 69, No. 3, pp. 975-1012.
- 35 Flannery, M. (1986). "Asymmetric Information and Risky Debt Maturity Choice", *Journal of Finance*, Vol. 41, No. 1, pp. 19-37.
- 36 Faccio, M.; Lang, L. H.; and L. S. F. Young (2000). "Dividends and Expropriation", *American Economic Review*, Vol. 91, No. 1, pp. 54-78.
- 37 Ahmed, H. J. A. (2009). "Managerial Ownership Concentration and Agency Conflict Using Logistic Regression Approach: Evidence from Bursa Malaysia", *Journal of Management Research*, Vol. 1, No. 1, pp. 1-10.
- 38 Din, Sh. U. and A. Y. Javid (2011). "Impact of Managerial Ownership on Financial Policies and the Firm's Performance: Evidence Pakistani Manufacturing Firms", *International Research Journal of Finance and Economics*, Vol. 81, No. 2, pp. 13-29.
- 39 Harada, K. and P. Nguyen (2011). "Ownership Concentration and Dividend Policy in Japan", *Managerial Finance*, Vol. 37, No. 4, pp. 362-379.
- 40 Lin, K. L. and Ch. H. Shen (2012). "The Impact of Corporate Governance on the Relationship between Investment Opportunities and Dividend Policy: An Endogenous Switching Model Approach", *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, Vol. 41, No. 2, pp. 125-145.
- 41 Rizqia, D. A. and S. A. Sumiati (2013). "Effect of Managerial Ownership, Financial Leverage, Profitability, Firm Size, and Investment Opportunity on Dividend Policy and Firm Value", *Research Journal of Finance and Accounting*, Vol. 4, No. 11, pp. 120-130.
- 42 Setayesh, M. and M. Kazemnezhad (2010). "Investigating the Effect of Ownership Structure and Board of Directors Combination on the Dividend Policy of the Companies Listed on the Tehran Stock Exchange", *Journal of Accounting Knowledge*, Vol. 1, No. 1, pp. 29-51. [In Persian]
- 43 Mashayekh, Sh. and M. Abdollahi (2011). "The Relationship between Ownership Concentration, Corporate Performance, and Dividend Policy of the Companies Listed on the Tehran Stock Exchange", *Journal of Financial Accounting Research*, Vol. 3, No. 1, pp. 71-86. [In Persian]
- 44 Bani-mahd, B. and A. Asghari (2011). "Investigating the Effect of Corporate Leverage on the Dividend Policy of the Companies Listed on the Tehran Stock Exchange", *Journal of Financial Knowledge of Securities Analysis*, Vol. 4, No. 10, pp. 1-18. [In Persian]
- 45 Biyabani, Sh. and S. Razi Kazemi (2013). "The Ownership Structure (A Combination of Stockholding and Concentration) and the Dividend Policy of the Companies Listed on the Tehran Stock Exchange", *Journal of Financial Knowledge of Securities Analysis*, Vol. 6, No. 4, pp. 15-28. [In Persian]
- 46 Gujarati, D. N. (2004). *Basic Econometrics*, 4th Edition, New York: The McGraw-Hill Companies.
- 47 Namazi, M. and A. Shokrollahi (2014). "Test of the Free Cash Flow Theory and Creditors Monitoring by Using the Three-Stage Least Squares System: Case Study of Listed Companies on Tehran Stock Exchange", *Journal of Financial Accounting Research*, Vol. 6, No. 2, pp. 17-44. [In Persian]
- 48 Namazi, M. and A. Shokrollahi (2013). "Investigating the Interaction between Free Cash Flow, Debt Policy and Ownership Structure Using the Simultaneous Equations System: A

- Case Study of Companies Listed on the Tehran Stock Exchange”, *Journal of Accounting Advances*, Vol. 5, No. 2, pp. 169-210. [In Persian]
- 49 Lehn, K. and A. Poulsen (1989). “Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions”, *Journal of Finance*, Vol. 44, No. 3, pp. 774-789.
- 50 Lange, H. P. and I. G. Sharpe (1995). “Monitoring Costs and Ownership Concentration: Australian Evidence”, *Applied Financial Economics*, Vol. 5, No. 6, pp. 441-444.
- 51 Himmelberg, C. P.; Hubbard R. G.; and P. Darius (1999). “Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link Between Ownership and Performance”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 53, No. 1, pp. 353-384.
- 52 Miller, M. and K. Rock (1985). “Dividend Policy Under Asymmetric Information”, *Journal of Finance*, Vol. 40, No. 4, pp. 1031-1051.
- 53 Titman, S. and R. Wessels (1988). “The Determinants of Capital Structure Choice”, *The Journal of Finance*, Vol. 43, No. 1, pp. 1-19.
- 54 Aivazian, V.; Booth, L.; and S. Cleary (2003). “Do Emerging Market Firms Follow Different Dividend Policies from US firms?” *The Journal of Financial Research*, Vol. 26, No. 3, pp. 371-387.
- 55 Fama, E. and K. French (2001). “Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?” *Journal of Financial Economics*, Vol. 60, No. 1, pp. 3-43.
- 56 Namazi, M. and A. Shokrollahi (2014). “Investigation the Interaction between Debt Policy and Institutional Ownership among Pharmaceutical and Non-Pharmaceutical Companies Listed on the Tehran Stock Exchange via Simultaneous Equations”, *Journal of Health Accounting*, Vol. 3, No. 4, pp. 80-103. [In Persian]